

## TPU 差异化龙头，突破高壁垒 HDI 打开长期成长空间

美瑞新材 (300848.SZ)

### 核心观点

10 万吨 HDI 预期 24H1 落地，有望显著提升公司利润体量：HDI 壁垒高，内资仅万华突破，现价 5.6 万元/吨，单吨净利近 2 万元。公司河南项目一期投资 15 亿，其中 10 万吨 HDI 预期 24Q1 末建成，预期 3-4 年完全达产；同时配套 CHDI1.5 万吨，PPDI0.5 万，二期规划对应中间体间苯二胺、间苯二酚。公司创始团队及现有技术团队均有万华背景，原有或新增股权激励保障项目推进。HDI 全球现有需求约 30 万吨，复合增速 10%，市场或担心公司产品消化，但己二腈国产化利于 HDI 降本降价打开市场空间。

主业 TPU 扩能并坚定高端化路线，保障基础成长性：公司 TPU 产能 8.5 万吨，在国内仅次于万华和华峰。规划 20 万吨扩能项目，一期 10 万吨预计 23 年中投产。TPU 整体产能过剩，低端产品毛利率仅 10-15%，公司着力提升高端化比例（高端产品毛利率达 30-40%），成功研发发泡型 TPU 用于高端鞋材、脂肪族 TPU 用于车衣膜（抗黄变不易脱离，并与 HDI 形成协同）。远期盈利和估值：按 HDI 单吨净利回落至 1 万对应满产利润空间 10 亿，主业 TPU 有望贡献 2 亿+利润，对应当前估值不足 7 倍。

### 事件

#### 公司聚氨酯新材料产业园一期项目光气资质获批

公司于 2023 年 2 月 23 日晚间公告，子公司美瑞科技获准在河南省鹤壁市宝山经济开发区建设第三类监控化学品 16 万吨/年光气生产设施。

### 简评

HDI 受益于己二腈国产化大势，公司自主研发突破高壁垒 HDI 等产品，有望大幅提升利润体量

HDI 为脂肪族异氰酸酯（ADI）代表产品，做成的材料具有抗黄变和良好柔韧性贴合度等优异特性。当前 HDI 全球市场需求约 30 万吨，年复合增速 10%。其上游主要原料为己二胺和光气，前者受益于己二腈国产化大势，有助于 HDI 行业未来降本降价从而大幅拓展市场空间。后者作为可生产化学武器主要原料的化学品受到国家严格监管，获取生产资质的壁垒极高，公司成功获批 16 万吨光气资质对于保障项目进度意义重大。

首次评级

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号:S1440518030004

发布日期：2023 年 02 月 24 日

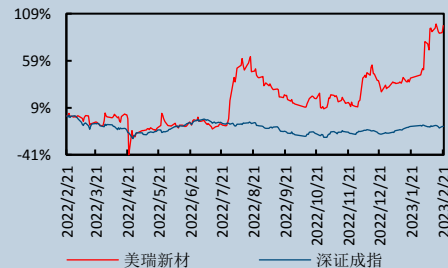
当前股价：39.65 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
39.71/38.43	72.99/66.24	29.03/34.30
12 月最高/最低价（元）		40.00/15.51
总股本（万股）		20,001.00
流通 A 股（万股）		6,935.70
总市值（亿元）		79.30
流通市值（亿元）		27.50
近 3 月日均成交量（万）		385.48
主要股东		
王仁鸿		38.85%

### 股价表现



### 相关研究报告

HDI 及其他高端 ADI 产品生产壁垒极高，内资仅万华化学掌握规模化生产能力。当前现货价 5.6-5.7 万元/吨，单吨净利近 2 万元。公司成功突破技术，在河南鹤壁投资建设聚氨酯新材料产业园。其中一期规划投资 15 亿，建设年产 12 万吨特种异氰酸酯项目（10 万吨 HDI、1.5 万吨 CHDI 吨、0.5 万吨 PPDI），该项目 22 年底前已开建，假设周期 18 个月，预计 24 年 Q1 后逐步投产。二期规划建设年 20 万吨特种异氰酸酯（HDI），其他包括重要中间体年产 8 万吨苯二胺，年产 4 万吨间苯二酚等等。公司创始及高管团队（董事长王仁鸿、总经理张生等）和现有技术负责人（技术总监宋红玮、河南聚氨酯一体化项目负责人孙德镇）均有万华任职经历，对聚氨酯产品的研发、生产和销售有深入研究和充足经验，且公司实施股权激励保障团队稳定和项目推进。

### 坚定 TPU 高端化发展路线，产品结构持续优化，保障公司基础成长性

公司现有 TPU 产能 8.5 万吨，在国内同行中仅次于万华化学和华峰集团，2021 年公司实现 TPU 产品销量 6.3 万吨。TPU 国内总产能约 100 万吨，但产能利用率约 60%，当前国内中低端产品产能过剩，而中高端产品附加值高，市场需求旺盛，但技术门槛高，国内企业市占率低。公司成功研发高性能膨胀型 TPU (eTPU)，该产品具有低密度轻量化、弹性优异、舒适度高和优秀能量反馈性能等性质，可应用于高端鞋材。此外，公司成功研发生产 TPU 车衣膜产品，该产品以脂肪族异氰酸酯为主要原料，具有抗黄变性，不易脱落分离，保护性能更持久，未来在高端车辆的渗透率有望提升，同时公司积极开拓隐形车衣下游领域，持续优化公司产品结构，实现中高端 TPU 产品的进口替代。

公司规划投资建设年产 20 万吨弹性体一体化项目（TPU），其中一期 10 万吨预计 2023 年中投产，提升基础产能有助于公司降低库存管理难度，减少原材料大幅波动带来的库存损失。同时 8000 吨膨胀型热塑性聚氨酯弹性体项目（eTPU）预计 2023 年投产，提升公司高端产品占比。总体而言，公司 TPU 产能及高端化比例逐步提升，保障业绩基础成长性。

### 盈利预测与估值：

假设 2023 和 2024 年 TPU 年销量增幅为 3 万吨，2024 年 HDI 投产后当年销量 3 万吨，不含税售价 4 万元/吨，毛利率 40%，则 2022 至 2024 年归母净利润预测值为 0.91、1.50、4.18 亿元，EPS 分别为 0.45、0.75、2.09 元，首次评级，给予“买入”评级。

### 风险提示：

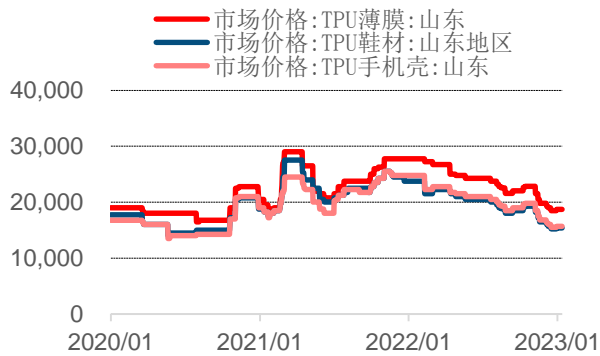
宏观经济增速持续下滑（随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）；原材料供应持续偏紧（公司原料为 MDI、多元醇、BDO 等，主要直接材料价格波动对公司生产成本及经营成果有较大影响，若未来原材料市场价格发生大幅波动，而产品销售价格未发生同步波动，将导致公司业绩波动）；公司新项目进度不达预期（公司规划了主业扩能及特种聚氨酯新材料等项目，若上述项目不能如期达产，将对公司的产销、经营成本等造成影响，进而影响收益）。利润敏感性分析：对公司远期预期利润影响最大的为 24 年 HDI 销量，假设 24 年 HDI 销量分别为 1、3、5 万吨，对应当年归母净利润为 2.51、4.18、5.84 亿元。

图表1： 盈利预测和财务比率

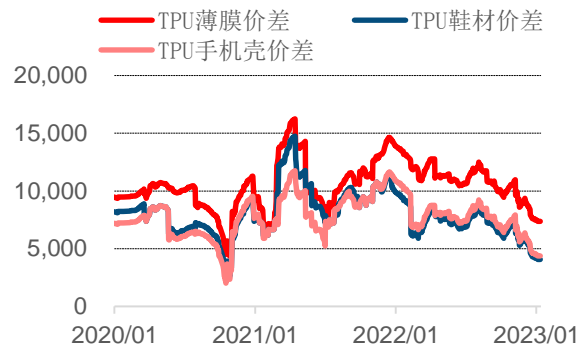
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	757	1,298	1,475	2,101	3,898
增长率(%)	16.7	71.5	13.7	42.4	85.5
净利润(百万元)	102	119	91	150	418
增长率(%)	22.4	16.8	-23.8	65.6	178.0

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率(%)	21.6	15.7	12.8	17.0	24.1
净利率(%)	13.5	9.2	6.2	7.2	10.7
ROE(%)	13.0	12.4	8.8	13.0	33.0
EPS(摊薄/元)	1.53	0.89	0.45	0.75	2.09
P/E(倍)	23.6	40.5	79.7	48.1	17.3
P/B(倍)	3.08	5.43	7.60	6.68	4.90

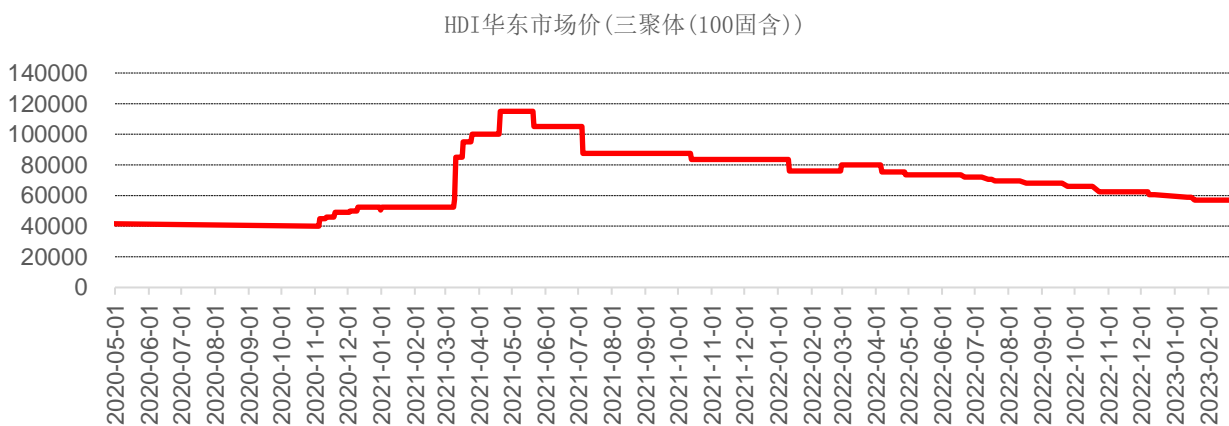
资料来源: Wind, 中信建投

**图表2: TPU 价格走势**


资料来源: Wind, 百川盈孚, 中信建投

**图表3: TPU 价差走势**


资料来源: Wind, 百川盈孚, 中信建投

**图表4: HDI 价格走势**


资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

### 邓胜

能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 研究助理

### 林伟昊

复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅 -5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅 -10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室  
电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csc.hk